2025. 11. 17

▲ 금융
Analyst 조아해
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희
02. 6454-4905
kunhee.kong@meritz.co.kr

# 한화생명 088350

## 3Q25 Review: CSM 잔액 증가는 긍정적

- ✓ 3Q25 당기순이익 1,361억원 (-42.5% YoY, +135.9% QoQ): 컨센서스 하회
- ✓ 보험손익 적전 YoY: 예실차 및 기타 부진 지속
- ✓ CSM 잔액 9.1조원 (+2.6% QoQ): 신계약CSM +29.0% QoQ, CSM 조정 개선
- ✓ K-ICS비율 157.0% (-3.6%p QoQ): 신계약CSM 양호 vs. 예실차 (-) 확대
- ✓ 투자의견 Hold 및 적정주가 3,300원 유지

**Hold** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| 적정주가 (12 개월) | 3,300 원 |
| 현재주가 (11.14) | 3,130 원 |
| 상승여력 | 5.4% |
| KOSPI | 4,011.57pt |
| 시가총액 | 27,185 억원 |
| 발행주식수 | 86,853 만주 |
| 유동주식비율 | 41.36% |
| 외국인비중 | 9.79% |
| 52주 최고/최저가 | 4,240 원/2,400 원 |
| 평균거래대금 | 43.0 억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 한화 외 4 인 | 45.06 |
| 예금보험공사 | 10.00 |
| 국민연금공단 | 5.57 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -1.1 | 16.4 | 20.6 |
| 상대주가 | -12.2 | -23.4 | -27.3 |

**주가그래프**

### 3Q25 당기순이익 1,361억원: 컨센서스 하회

한화생명 3Q 당기순이익은 1,361억원 (-42.5% YoY, +135.9% QoQ)로 컨센서스를 13% 하회했다 (당사 추정치 +11%). 투자손익이 예상대비 양호했으나, 보험손익 부진이 지속되고 있다.

**[보험손익]** 전년동기대비 적자전환되었다. 1) CSM상각은 상각률 감소로 전년동기대비 7.3% 감소했으며, 2) 예실차 및 기타는 생존 급부 중심 사고 보험금 증가 (손해율 93%; +8%p YoY), 손실계약 발생 (변액보험 -400억원) 등으로 예상대비 부진했다 (-2,720억원 vs. 3Q24 -1,420억원).

**[CSM Movement]** CSM은 9.1조원 (+2.6% QoQ)로 증가세를 시현했다. 1) 신계약 CSM은 배수 회복 (7.2배 vs. 2Q25 6.7배) 및 종신보험 판매량 확대 (+13.7% QoQ)로 예상대비 양호했으며 (+29.0% QoQ), 2) CSM조정 또한 유지율 개선 (25회차 유지율 78.1% vs. 3Q24 64%)으로 축소되었다 (-0.2조원 vs. 2Q25 -0.4조원).

**[투자손익]** 전년대비 23.8% 증가했다. 전년 건물 매각이익의 기저효과에도 불구, 양호한 금융시장 환경 기반 운용수익률이 양호했다 (FVPL 손익 흑전 YoY).

**[자본비율]** K-ICS비율은 157.0% (-3.6%p QoQ)을 기록했다. 신계약CSM 증가에도 불구, 예실차 리스크, 해외 자회사 인수 등으로 하락했다 (동사 연말 목표 155%).

### 지속성 확인 필요

투자의견 Hold 및 적정주가 3,300원을 유지한다. 본질적인 보험사의 체력인 CSM 잔액 순증이 이뤄진 점은 긍정적이다. 다만 1) 해당 지표의 지속성 확인이 필요하며, 2) M&A에 따른 K-ICS비율 변동이 나타나고 있는 가운데, 3) 배당가능이익 불확실성은 여전히 상존하고 있다. 추후 제도 개선에 따른 지표 변화 확인이 필요하다.

| (십억원) | 보험손익 | 투자손익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROE (배) | ROA (%) | 배당수익률 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023 | 651 | 90 | 616 | 820 | n/a | 15,155 | 3.5 | 0.2 | 5.4 | 0.5 | 5.3 |
| 2024 | 506 | 391 | 721 | 959 | 16.9 | 13,755 | 2.6 | 0.2 | 7.0 | 0.6 | - |
| 2025E | 203 | 350 | 433 | 576 | (40.0) | 15,721 | 5.4 | 0.2 | 3.7 | 0.3 | - |
| 2026E | 424 | 355 | 573 | 763 | 32.5 | 16,193 | 4.1 | 0.2 | 4.7 | 0.4 | 4.5 |
| 2027E | 489 | 397 | 652 | 867 | 13.7 | 16,752 | 3.6 | 0.2 | 5.2 | 0.5 | 5.1 |

**표1 한화생명 3Q25P 분기 지배주주순이익, 컨센서스 13% 하회 기록**

| (십억원) | 3Q25P | 3Q24 | (% YoY) | 2Q25 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) | 기존 추정치 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 보험손익 | (36.6) | 106.8 | 적전 | 71.8 | (150.9) | | | | |
| 투자손익 | 215.1 | 173.8 | 23.8 | (4.0) | 흑전 | | | | |
| 영업이익 | 178.5 | 280.6 | (36.4) | 67.8 | 163.2 | 835.2 | (78.6) | 160.7 | 11.1 |
| 당기순이익 | 136.1 | 236.8 | (42.5) | 57.7 | 135.9 | 155.5 | (12.5) | 122.2 | 11.4 |
| 신계약 CSM | 564 | 542 | 4.1 | 437 | 29.0 | | | | |
| CSM 잔액 | 9,059 | 9,130 | (0.8) | 8,833 | 2.6 | | | | |
| K-ICS비율 (%) | 157 | 164 | (7.1) | 161 | (3.6) | | | | |

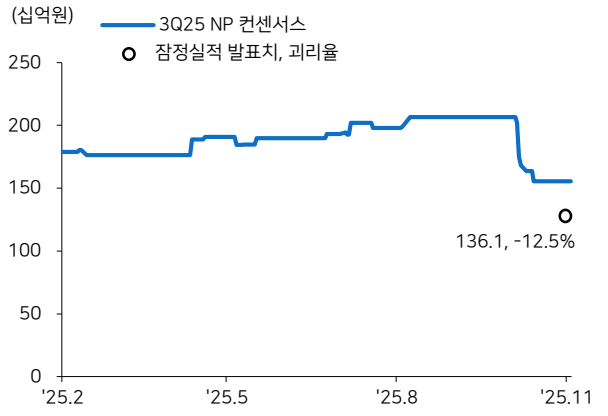
주: 별도 기준
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

**표2 한화생명, 2025년 · 2026년 연간 지배주주순이익, 컨센서스 -10%, -11% 하회 전망**

| | 2025E | | | 2026E | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (십억원) | 신규 추정치 | 기존 추정치 | (% diff.) | 신규 추정치 | 기존 추정치 | (% diff.) |
| 영업이익 | 553 | 572 | (3.3) | 779 | 770 | 1.2 |
| 지배주주순이익 | 433 | 448 | (3.5) | 573 | 581 | (1.3) |

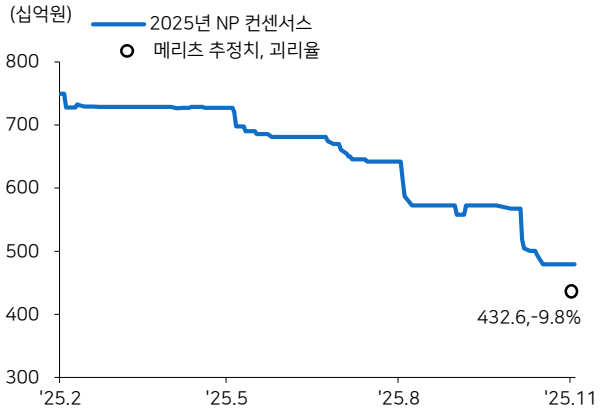
자료: QuantiWise, 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

**그림1 3Q25 지배주주 순이익, 컨센서스 -12.5% 하회**




자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 2025E 지배주주 순이익, 컨센서스 -9.8% 하회 전망**



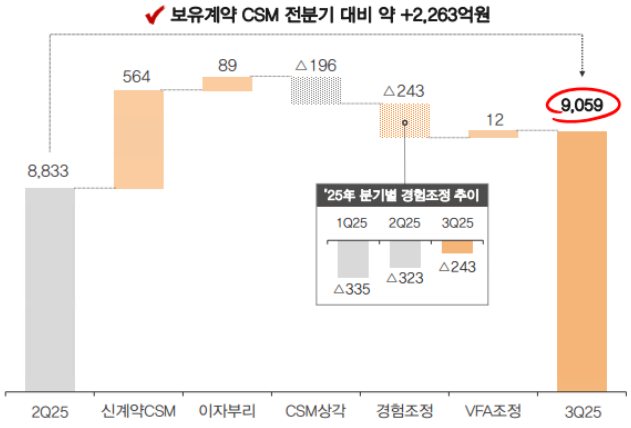

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한화생명 분기 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25P | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **보험손익** | **104.2** | **71.8** | **(36.6)** | **63.9** | **112.0** | **112.5** | **114.4** | **85.5** | **506.3** | **203.3** | **424.4** |
| 일반/변동수수료모형(VFA) | 137.9 | 105.8 | 19.5 | 98.9 | 131.8 | 136.6 | 142.4 | 112.4 | 666.3 | 362.2 | 523.1 |
| CSM상각 | 198.6 | 195.8 | 196.0 | 198.2 | 194.8 | 196.4 | 198.7 | 200.2 | 851.9 | 788.6 | 790.0 |
| RA환입 | 38.9 | 37.2 | 39.5 | 40.0 | 35.3 | 35.4 | 35.7 | 36.0 | 138.1 | 155.5 | 142.5 |
| 예실차 및 기타 | (99.6) | (127.2) | (216.0) | (139.2) | (98.4) | (95.2) | (92.0) | (123.8) | (323.7) | (582.0) | (409.4) |
| 보험료배분(PPA) | (1.2) | 0.3 | (0.8) | (0.2) | (0.5) | (0.4) | (0.4) | (0.4) | (4.8) | (1.9) | (1.7) |
| 재보험손익 | (4.8) | (2.2) | 4.6 | 1.2 | 2.9 | 2.1 | 2.5 | 2.3 | (9.2) | (1.2) | 9.7 |
| 기타사업비 | (27.7) | (32.1) | (59.9) | (36.0) | (22.2) | (25.7) | (30.0) | (28.8) | (146.0) | (155.8) | (106.6) |
| **투자손익** | **44.5** | **(4.0)** | **215.1** | **94.1** | **83.1** | **88.2** | **90.7** | **93.0** | **390.7** | **349.7** | **355.1** |
| 보험금융손익 | (1,060.4) | (1,234.4) | (1,060.3) | (1,069.7) | (1,107.7) | (1,111.7) | (1,120.0) | (1,128.8) | (3,040.5) | (4,424.9) | (4,468.1) |
| 투자서비스손익 | 1,104.9 | 1,230.4 | 1,275.4 | 1,163.8 | 1,190.8 | 1,199.8 | 1,210.7 | 1,221.9 | 3,431.1 | 4,774.6 | 4,823.2 |
| **영업이익** | **148.7** | **67.8** | **178.5** | **157.9** | **195.1** | **200.7** | **205.2** | **178.5** | **897.0** | **553.0** | **779.5** |
| 영업외이익 | 3.4 | 3.5 | (8.2) | (0.1) | (0.3) | (1.3) | (2.5) | (1.0) | 8.0 | (1.3) | (5.1) |
| 세전이익 | 152.1 | 71.3 | 170.3 | 157.9 | 194.8 | 199.4 | 202.7 | 177.5 | 904.9 | 551.6 | 774.4 |
| 법인세비용 | (30.1) | (13.6) | (34.2) | (41.0) | (50.6) | (51.8) | (52.7) | (46.1) | (184.4) | (119.0) | (201.3) |
| **당기순이익** | **122.0** | **57.7** | **136.1** | **116.8** | **144.1** | **147.6** | **150.0** | **131.3** | **720.6** | **432.6** | **573.0** |

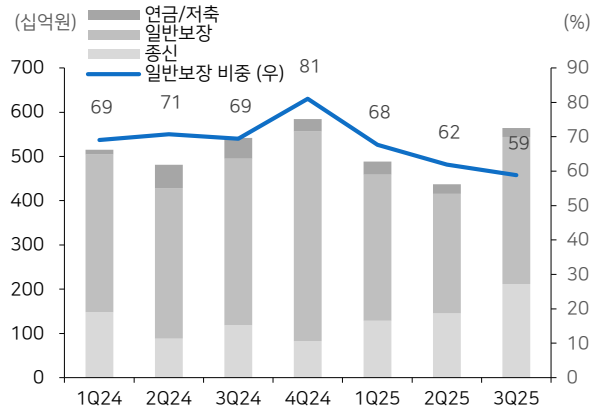
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement



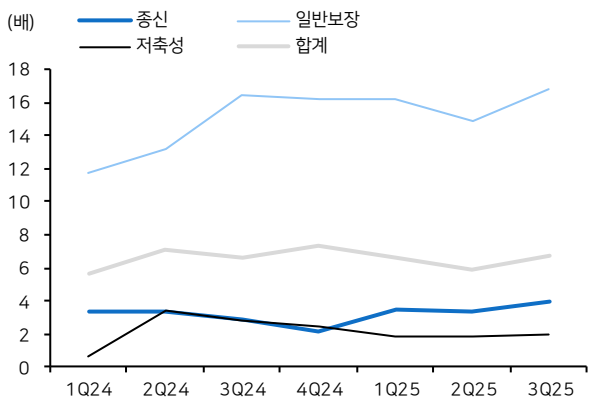

자료: 한화생명

그림4 신계약 CSM 추이



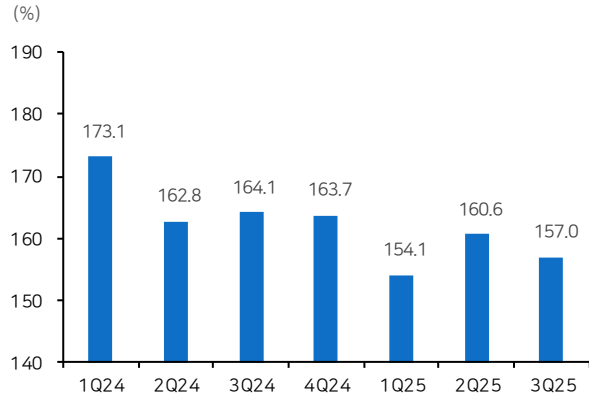

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신계약 CSM 배수 (추정)



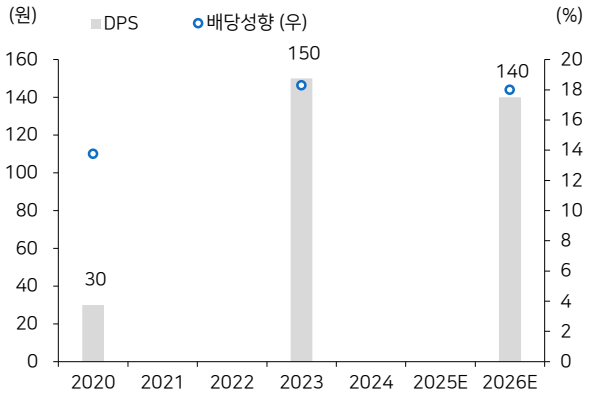

주: APE 기반 추정
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율




자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS, 배당성향 추이 및 전망




자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

# 한화생명(088350)

## Balance Sheet (별도)

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 운용자산 | 97,010 | 105,018 | 110,509 | 114,996 | 119,665 |
| 현금및예치금 | 2,127 | 1,799 | 1,222 | 1,272 | 1,323 |
| 유가증권 | 75,725 | 85,830 | 92,017 | 95,754 | 99,642 |
| FVPL | 21,134 | 25,014 | 26,484 | 27,560 | 28,679 |
| FVOCI | 39,462 | 45,320 | 50,215 | 52,254 | 54,376 |
| AC | 11,408 | 11,543 | 10,778 | 11,216 | 11,671 |
| 대출채권 | 16,378 | 15,156 | 15,020 | 15,630 | 16,264 |
| 부동산 | 2,780 | 2,233 | 2,249 | 2,341 | 2,436 |
| 비운용자산 | 2,238 | 2,511 | 2,419 | 2,517 | 2,619 |
| 특별계정자산 | 15,545 | 14,606 | 15,356 | 17,313 | 19,143 |
| **자산총계** | **114,793** | **122,135** | **128,283** | **134,826** | **141,428** |
| 책임준비금 | 98,216 | 106,440 | 112,245 | 118,433 | 124,615 |
| 보험계약부채 | 89,139 | 97,151 | 102,784 | 108,588 | 114,370 |
| 최선추정(BEL) | 78,252 | 86,140 | 91,976 | 97,540 | 103,006 |
| 위험조정(RA) | 1,644 | 1,899 | 1,949 | 2,067 | 2,183 |
| 보험계약마진(CSM) | 9,238 | 9,109 | 8,851 | 8,973 | 9,174 |
| 보험료배분접근법(PAA) | 4 | 4 | 8 | 8 | 8 |
| 투자계약부채 | 9,049 | 9,254 | 9,421 | 9,803 | 10,201 |
| 기타부채 | (10,371) | (9,266) | (11,184) | (11,184) | (11,184) |
| **부채총계** | **103,406** | **111,800** | **116,470** | **122,659** | **128,840** |
| 자본금 | 4,343 | 4,343 | 4,343 | 4,343 | 4,343 |
| 자본잉여금 | 485 | 485 | 485 | 485 | 485 |
| 이익잉여금 | 6,307 | 6,886 | 7,271 | 7,741 | 8,276 |
| 해약환급금준비금 | 2,505 | 3,631 | 5,754 | 7,874 | 10,103 |
| 자본조정 | (1,119) | (1,114) | (1,107) | (1,107) | (1,107) |
| 기타포괄손익누계액 | 873 | (1,363) | (2,248) | (2,363) | (2,478) |
| **자본총계** | **11,387** | **10,335** | **11,813** | **12,168** | **12,587** |

## Income Statement (별도)

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **보험손익** | **651** | **506** | **203** | **424** | **489** |
| 일반/변동수수료모형(VFA) | 806 | 666 | 362 | 523 | 567 |
| CSM 상각 | 888 | 852 | 789 | 790 | 805 |
| RA 환입 | 118 | 138 | 156 | 142 | 128 |
| 예실차 및 기타 | (199) | (324) | (582) | (409) | (366) |
| 보험료배분(PPA) | (12) | (5) | (2) | (2) | (2) |
| 재보험손익 | 2 | (9) | (1) | 10 | 9 |
| 기타사업비 | (146) | (146) | (156) | (107) | (85) |
| **투자손익** | **90** | **391** | **350** | **355** | **397** |
| 보험금융손익 | (4,326) | (3,040) | (4,425) | (4,468) | (4,744) |
| 투자서비스손익 | 4,416 | 3,431 | 4,775 | 4,823 | 5,141 |
| **영업이익** | **741** | **897** | **553** | **779** | **886** |
| 영업외이익 | 12 | 8 | (1) | (5) | (6) |
| 세전이익 | 753 | 905 | 552 | 774 | 881 |
| 법인세비용 | (137) | (184) | (119) | (201) | (229) |
| **당기순이익** | **616** | **721** | **433** | **573** | **652** |

## Key Financial Data I

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS | 820 | 959 | 576 | 763 | 867 |
| BPS | 15,155 | 13,755 | 15,721 | 16,193 | 16,752 |
| 수정 BPS | 20,735 | 17,711 | 16,604 | 14,373 | 12,158 |
| 보통주 DPS | 150 | - | - | 140 | 160 |
| **Valuation (배, %)** | | | | | |
| PER | 3.5 | 2.6 | 5.4 | 4.1 | 3.6 |
| PBR | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 수정 PBR | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| 배당성향 | 18.3 | - | - | 18.0 | 18.0 |
| 보통주 배당수익률 | 5.3 | - | - | 4.5 | 5.1 |
| **재무비율 (%)** | | | | | |
| ROA | 0.5 | 0.6 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |
| ROE | 5.4 | 7.0 | 3.7 | 4.7 | 5.2 |
| 수정 ROE | 4.0 | 5.4 | 3.5 | 5.3 | 7.1 |

## Key Financial Data II

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **보험손익** | | | | | |
| 신계약 CSM | 2,541 | 2,123 | 1,931 | 1,971 | 2,073 |
| CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준 | 9.4 | 6.6 | 6.5 | 6.7 | 6.8 |
| CSM 상각률 (%) | 7.2 | 7.5 | 7.1 | 7.3 | 7.3 |
| **CSM Movement** | | | | | |
| 기초 CSM | 9,763 | 9,238 | 9,109 | 8,851 | 8,973 |
| 신계약 CSM | 2,541 | 2,123 | 1,931 | 1,971 | 2,073 |
| 이자부리 | 353 | 350 | 356 | 357 | 363 |
| CSM 조정 | (2,531) | (1,751) | (1,757) | (1,416) | (1,430) |
| CSM 상각 | (888) | (852) | (789) | (790) | (805) |
| 기말 CSM | 9,238 | 9,109 | 8,851 | 8,973 | 9,174 |
| **투자손익** | | | | | |
| 투자서비스 수익률 | 4.6 | 3.3 | 4.3 | 4.2 | 4.3 |
| FVPL 제외 투자서비스 수익률 | 3.6 | 3.3 | 3.0 | 2.6 | 2.6 |

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

| | | |
|---|---|---|
| **기업** | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>종가대비 3등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만 |
| **산업** | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

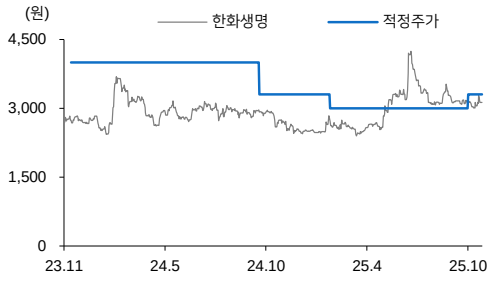
### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 87.8% |
| 중립 | 11.7% |
| 매도 | 0.6% |

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

### 한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023.11.16 | 기업브리프 | Buy | 4,000 | 조아해 | -26.9 | -7.8 |
| 2024.10.17 | 산업브리프 | Hold | 3,300 | 조아해 | -19.6 | -10.3 |
| 2025.02.20 | 기업브리프 | Hold | 3,000 | 조아해 | 1.0 | 41.3 |
| 2025.10.24 | 산업브리프 | Hold | 3,300 | 조아해 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이